

0-793826

На правах рукописи

ББК: 65.291.9 – 931

ШЗ7

Шевченко Тарас Викторович

**ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ
В ФИНАНСИРОВАНИИ ПРОМЫШЛЕННЫХ
ПРЕДПРИЯТИЙ**

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат
диссертации на соискание ученой
степени кандидата экономических наук

Москва
2008



Работа выполнена на кафедре «Финансовый менеджмент» в ФГОУ ВПО
«Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации».

Научный руководитель: кандидат экономических наук, доцент
Лахметкина Наталия Ивановна

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Тумасянц Светлана Марковна
кандидат экономических наук, доцент
Пронина Нина Николаевна

Ведущая организация: **Институт экономики РАН**

Защита состоится «05» июня 2008г. в 10-00 часов на заседании
диссертационного совета Д 505.001.02 при ФГОУ ВПО «Финансовая академия
при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125468, г. Москва,
Ленинградский проспект, д.49, аудитория 406.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ФГОУ ВПО
«Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации» по адресу:
125468, г. Москва, Ленинградский ~~проспект~~ - 40

нальном
сийской

са
Фе

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000714741

рнова

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Эффективность производства в современных условиях зависит от способности предприятий гибко использовать различные инструменты и механизмы в процессе финансирования своей хозяйственной деятельности. Успешное функционирование российских промышленных предприятий в современных условиях без заемных средств практически невозможно. Использование заемного капитала позволяет расширить объем хозяйственной деятельности предприятия, обеспечить более эффективное использование ресурсов, ускорить формирование целевых фондов и способствует повышению рыночной стоимости предприятия.

Развитие рынка долговых инструментов и особенно корпоративных облигаций как источника средне- и долгосрочных вложений имеет важное макроэкономическое значение для создания условий обновления производственного потенциала российских предприятий.

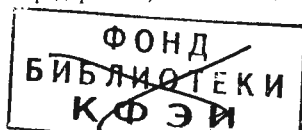
Хозяйствующие субъекты различных отраслей экономики оценили преимущества привлечения средств на рынке долгового капитала и начали активно использовать долговые инструменты для финансового обеспечения своей деятельности. Рост количества эмитентов, увеличение объемов выпусков, повышение ликвидности рынка, профессиональный рост его участников – главные тенденции российского рынка долгового капитала последних лет.

Актуальность выбранной темы исследования обусловлена:

- высокой теоретической и практической значимостью проблемы повышения эффективности использования российскими промышленными предприятиями долговых инструментов;
- необходимостью выработки предложений по определению стратегии финансирования, позволяющей расширить возможности предприятий в освоении всего спектра существующих на финансовом рынке долговых инструментов;
- недостаточной разработанностью методического подхода к оптимизации структуры капитала предприятий при использовании долговых инструментов в качестве источника финансирования предпринимательской деятельности.

Степень разработанности проблемы. Вопросам функционирования рынка ценных бумаг и раскрытию особенностей долговых финансовых инструментов посвящены работы российских и зарубежных специалистов, включая Б.И. Алехина, О.В. Буклемишева, С.А. Былиняк, В.А. Галанова, Л.П. Давиденко, А.О. Краева, С.В. Лосева, С.В. Лялина, М.Ю. Маковецкого, Я.М. Миркина, Д.М. Михайлова, К. Роджерса, Б.Б. Рубцова, Р.Д. Тьюлза, Р.С. Уилсона, Ф.Д. Фабоцци, У. Шарпа.

Разработкой общих вопросов финансов предприятий, включающих проблемы



привлечения заемного финансирования занимались такие ученые как И.Т. Балабанов, И.А. Бланк, А. Бонхем, В.В. Бочаров, Р. Брейли, О.Э. Вальтер, Д.В. Дорофеев, В.С. Карелин, Л. Крушвиц, К. Ленгдон, Ч.Ф. Ли, И.А. Никонова, Б. Нил, Р. Пайк, В.Я. Поздняков, Е.С. Стоянова, Дж.И. Финнерти.

В ходе исследования использовались труды ведущих ученых в области анализа финансово-хозяйственной деятельности и оценки стоимости капитала предприятия: М.И. Баканова, Ю. Бригхем, А.Ф. Ионовой, В.С. Карелина, В.В. Ковалева, М. Миллера, Ф. Модильяни, Т. Огиера, Н.Б. Рудык, Н.Н. Селезневой, Е.М. Сорокиной, Э. Хелфорта, А.Д. Шеремета, М. Эрхардта.

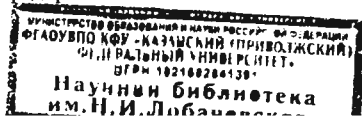
Вместе с тем, анализ работ отмеченных выше экономистов показал, что большинство авторов рассматривают долговые инструменты преимущественно в качестве объекта инвестирования, то есть исследуют данную категорию с позиции инвестора, при этом вопросы эффективного использования долговых инструментов предприятиями-эмитентами в качестве источника финансирования предпринимательской деятельности, а также вопросы конструирования параметров долговых инструментов с учетом потребностей и интересов заемщика исследованы неполно и требуют дополнительного, более глубокого научного анализа, который обеспечил бы всестороннее изучение этих вопросов. Недостаточно проработаны в методическом плане подходы к определению стратегии финансирования, направленной на расширение возможностей российских предприятий по освоению всего спектра существующих на финансовом рынке долговых инструментов. Слабо изучено влияние использования долговых инструментов на цену совокупного капитала и рыночную стоимость предприятия. Недостаточная разработанность методик оптимизации структуры капитала с помощью долговых источников финансирования оказывает негативное влияние на стабильность и эффективность деятельности российских предприятий и представляют серьезную проблему.

Решение данных проблем позволит экономически обосновать целесообразность использования российскими промышленными предприятиями долговых финансовых инструментов для финансирования их предпринимательской деятельности.

Цель и задачи диссертационного исследования. Цель диссертационной работы состоит в решении научной задачи повышения эффективности использования долговых инструментов в финансировании хозяйственной деятельности российских промышленных предприятий.

Исходя из вышеуказанной цели, были определены следующие задачи:

- исследовать место и роль долговых инструментов в финансировании предпринимательской деятельности промышленных предприятий на основе анализа и



обобщения существующих подходов российской и западных школ экономической теории и финансового менеджмента;

- проанализировать российскую и зарубежную практику привлечения финансовых ресурсов с помощью корпоративных долговых инструментов и сопоставить последние тенденции на мировых финансовых рынках с направлениями развития российского рынка долгового финансирования;

- на основе анализа нормативно-правовых актов, регулирующих выпуск долговых ценных бумаг, рассмотреть технологию их эмиссии и выявить факторы, влияющие на успешное размещение выпуска среди широкого круга инвесторов;

- определить критерии эффективности использования долговых инструментов в финансировании предпринимательской деятельности российских промышленных предприятий;

- разработать практические рекомендации по конструированию основных параметров выпускаемых предприятием долговых финансовых инструментов, способствующих их успешному размещению на рынке долгового капитала;

- определить основные этапы стратегии финансирования, направленные на расширение возможностей российских промышленных предприятий по освоению всего спектра существующих на финансовом рынке долговых инструментов;

- на основе моделирования финансовых потоков промышленного предприятия изучить влияние использования долговых инструментов на цену совокупного капитала и рыночную стоимость предприятия.

- выявить условия и факторы оптимизации структуры капитала промышленных предприятий с помощью долговых источников финансирования, способствующих снижению средневзвешенной стоимости капитала и росту рыночной капитализации предприятия.

Предметом исследования является механизм финансирования российских предприятий различных отраслей промышленности с использованием долговых инструментов.

Объектом исследования выступают долговые финансовые инструменты, используемые российскими предприятиями в качестве источников финансирования их предпринимательской деятельности.

Теоретические и методологические основы исследования. Изучение проблем теории и практики использования долговых инструментов в финансировании промышленных предприятий построено на основе системного подхода с применением таких методов и приемов исследования, как анализ и синтез, группировка и сравнение, научная абстракция и прогнозирование, структурно-динамический анализ и экономико-

математическое моделирование. В ходе исследования применялись общенаучные методы динамического сравнения, статистические методы, метод экспертных оценок, а также методы финансово-экономического анализа. Теоретические выводы и практические предложения основываются на принципах логики, примененных к проведенным расчетам.

Информационная база исследования сформирована на основе законодательных и нормативных актов Российской Федерации, Федеральной службы по финансовым рынкам и других федеральных органов, статистических и аналитических материалов Росстата, Минэкономразвития, информационных материалов ММВБ, профессиональных объединений участников рынка (НАУФОР, РСПП), статистических данных и аналитических материалов Банка международных расчетов. Кроме того, использовались собственные расчеты и исследования автора, выполненные по материалам проспектов эмиссии ценных бумаг, инвестиционных меморандумов и финансовой отчетности российских предприятий различных отраслей промышленности.

Диссертация выполнена в соответствии с п. 3.7 паспорта специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Научная новизна диссертационного исследования состоит в решении научной задачи повышения эффективности использования российскими промышленными предприятиями долговых инструментов на основе соблюдения выработанных критериев эффективности, использования схемы поэтапного освоения рынка долговых инструментов и применения методики оптимизации структуры источников финансирования. В процессе исследования в диссертационной работе получены следующие теоретические и практические результаты, определяющие научную новизну:

1. Определена роль корпоративных облигаций как одного из наиболее востребованных и перспективных инструментов долгового финансирования для российских предприятий, выявлены тенденции в особенностях конструирования основных параметров долговых инструментов и разработан прогноз развития российского рынка корпоративных облигаций.

2. Предложены критерии эффективности использования долговых финансовых инструментов, соблюдение которых позволяет промышленным предприятиям привлекать необходимые денежные средства на финансовом рынке. Данные критерии включают минимальное пороговое значение объема эмиссии (для облигаций «первого эшелона» - 1 млрд. рублей, «второго эшелона» - 500 млн. рублей, «третьего эшелона» - 300 млн. рублей), срок обращения (для первого выпуска – не более 1-2 лет, для последующих выпусков – 3

года и выше) и уровень спреда по доходности (для облигаций «первого эшелона» - 50-150 б.п., «второго эшелона» - 150-350 б.п., «третьего эшелона» - 350-400 б.п.¹).

3. Обоснован порядок формирования как общих, так и специфических параметров эмиссии корпоративных облигаций в зависимости от влияющих на потребности эмитентов и интересы инвесторов внешних и внутренних факторов.

4. Разработана схема поэтапного освоения российскими промышленными предприятиями рынка долговых инструментов, позволяющая в зависимости от стадии экономического развития предприятия определить стратегию долгового финансирования.

5. Предложена методика оптимизации структуры источников финансирования по критерию минимизации цены капитала, позволяющая предприятию, независимо от отрасли промышленности, стадии развития и финансового состояния, оценить потенциал снижения средневзвешенной стоимости капитала.

Практическая значимость. Основные положения, выводы и рекомендации диссертационной работы ориентированы на широкое использование российскими предприятиями различных отраслей промышленности, которые рассматривают долговые инструменты в качестве альтернативного источника финансирования своей хозяйственной деятельности. Практическую значимость имеют следующие положения:

1. Практические рекомендации по конструированию основных параметров долговых финансовых инструментов на основе предложенных критериев эффективности, позволяющих эмитенту определить оптимальные значения объема, срока и уровня доходности долговых обязательств, что подтверждено апробацией на российском промышленном предприятии.

2. Схема поэтапного освоения долгового рынка, использование которой позволяет любому российскому предприятию на основе специально разработанной матрицы установить стадию его экономического развития и в зависимости от этого определить последовательность действий по расширению своих возможностей на финансовом рынке посредством диверсификации источников финансирования - от использования мелких банковских кредитов на короткие сроки до выпуска крупных и долгосрочных долговых ценных бумаг, включая корпоративные облигации, кредитные ноты и еврооблигации.

3. Моделирование финансовых потоков на примере предприятий различных отраслей промышленности, проведение которого позволило выявить, что присутствие в структуре капитала того или иного долгового инструмента позволяет снизить

¹ Уровень спреда выражен в базисных пунктах (б.п.) – сотых долях процента и отражает разницу между доходностью по корпоративным облигациям и облигационным займам Москвы, выступающих в качестве рыночного ориентира на российском долговом рынке.

средневзвешенную стоимость капитала, улучшить временную структуру заемных источников финансирования и повысить рыночную капитализацию предприятия.

4. Методика оптимизации структуры капитала с помощью долговых финансовых инструментов по критерию минимизации цены капитала, которая может применяться не только теми заемщиками, которые уже используют тот или иной долговой инструмент, но и предприятиями, которые только планируют выйти на рынок долгового финансирования.

Реализация отдельных предложений могла бы способствовать выработке более эффективной экономической политики государства, направленной на усиление роли долговых ценных бумаг в качестве эффективного инструмента финансирования инвестиционных потребностей предприятий различных отраслей экономики.

Апробация и внедрение результатов исследования. Диссертация выполнена в рамках научно-исследовательских работ, проводимых Финансовой академией при Правительстве Российской Федерации в соответствии с комплексной темой «Пути развития финансово-экономического сектора России». Основные положения диссертации докладывались и обсуждались на заседаниях кафедры «Финансовый менеджмент» ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации».

Основные результаты диссертационного исследования нашли практическое применение в деятельности ОАО «Приборный завод «Тензор» в процессе разработки методики оптимизации структуры капитала предприятия и при конструировании основных параметров размещенного в ноябре 2006 года 3-летнего облигационного займа на сумму 500 млн. рублей, что подтверждено соответствующей справкой о внедрении.

Материалы диссертации используются кафедрой «Финансовый менеджмент» ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации» в преподавании учебных дисциплин «Финансы организаций (предприятий)» и «Финансовый менеджмент».

Публикации по теме диссертации. По теме диссертации опубликовано 6 научных статей общим объемом 2,33 п.л. (весь объем авторский), в том числе 2 работы опубликованы в изданиях, входящих в перечень ВАК.

Структура диссертации. Цель и логика диссертации определили ее структуру, которая состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы, включающего 200 наименований, и 6 приложений.

Наименование разделов	Наименование параграфов	Количество		
		Таблиц	Рисунков	Приложений
Введение				
Глава 1. Источники финансирования деятельности	1.1. Состав и структура источников финансирования деятельности предприятий	5		

промышленных предприятий	1.2. Роль долговых инструментов в финансировании деятельности предприятий			1
	1.3. Российская и международная практика привлечения средств при помощи корпоративных долговых инструментов	9		2
Глава 2. Анализ эффективности использования долговых инструментов в финансировании деятельности промышленных предприятий	2.1. Критерии эффективности использования долговых инструментов в финансировании предприятий	1	2	1
	2.2. Анализ организации и практики выпуска долговых ценных бумаг промышленными предприятиями			
	2.3. Оценка эффективности использования долговых инструментов	4		
Глава 3. Совершенствование использования долговых финансовых инструментов на промышленных предприятиях	3.1. Схема поэтапного освоения рынка долговых инструментов	3		1
	3.2. Моделирование финансовых потоков предприятия с использованием долговых инструментов	9		
	3.3. Оптимизация структуры источников финансирования промышленных предприятий с помощью долговых инструментов	11	1	1
Заключение				
Список литературы				
Приложения				
ВСЕГО		42	3	6

ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ

В соответствии с поставленными целями и задачами в диссертации рассмотрены следующие группы проблем.

Первая группа проблем связана с анализом и выявлением последних тенденций и особенностей в российской и зарубежной практике привлечения финансовых ресурсов с помощью корпоративных долговых инструментов, а также с разработкой прогноза развития российского рынка корпоративных облигаций. Остановимся подробнее на достигнутых результатах.

Анализ состава и структуры источников долгового финансирования показал, что среди долговых инструментов, которые использовались российскими промышленными предприятиями в 2003-2007 гг., существенную долю занимали банковские кредиты, посредством которых в 2007 году предприятия привлекли средства в размере 8,73 трлн.

рублей, что составило около 80% от общего объема займов². Это говорит о том, что банковский кредит является самым доступным и широко используемым источником долгового финансирования российских предприятий независимо от масштабов их деятельности и отраслевой принадлежности. Однако, следует отметить, что в последние 8 лет по мере развития российского фондового рынка предприятия активными темпами осваивают рынок долговых ценных бумаг, привлекая финансовые ресурсы посредством выпуска векселей, облигаций, кредитных нот и еврооблигаций. Интерес к этим долговым инструментам объясняется тем, что в условиях стабилизации экономического роста в России многие собственники предприятий не заинтересованы в перераспределении акционерного капитала и передаче части своего бизнеса новым акционерам, поэтому при расширении своей предпринимательской деятельности ориентированы в большей степени на использование долгового, а не долевого финансирования. Данные таблицы 1 свидетельствуют об активном расширении рынка долговых ценных бумаг.

Таблица 1 Структура российского рынка долговых ценных бумаг компаний нефинансового сектора в 2003-2007гг.³

	2003		2004		2005		2006		2007	
	млрд. руб.	доля, %	млрд. руб.	доля, %	млрд. руб.	доля, %	млрд. руб.	доля, %	млрд. руб.	доля, %
Векселя*	162,8	34,9%	91,3	13,7%	65,3	5,5%	60,7	3,8%	51,1	2,3%
Облигации	117,4	25,2%	213,9	32,2%	378,3	32,2%	635,9	39,8%	813,6	36,2%
Кредитные ноты**	3,8	0,8%	23,9	3,6%	74,8	6,4%	102,7	6,4%	97,3	4,3%
Еврооблигации**	182,6	39,1%	335,8	50,5%	656,2	55,9%	797,8	50,0%	1283,7	57,2%
Итого	466,6	100%	664,9	100%	1174,6	100%	1 597,1	100%	2245,7	100%

* В данном случае указаны объемы только тех векселей компаний нефинансового сектора, которые были учтены кредитными организациями (Бюллетень банковской статистики Центрального Банка России №2 (177), www.cbr.ru).

** Данные по объемам еврооблигаций и кредитных нот рассчитаны в рублях по курсу ЦБ РФ на 31 декабря каждого отчетного года: 2003г. - 29.4545, 2004г. - 27.7487, 2005г. - 28.7825, 2006г. - 26,3311, 2007г. - 24,5462.

Несмотря на то, что в 2007 году доля еврооблигаций составила 57,2% от общего объема средств, привлеченных российскими эмитентами на долговом рынке, данный долговой инструмент все еще недоступен для большинства российских предприятий вследствие недостаточного объема их деятельности, отсутствия кредитной истории, неготовности к раскрытию информации, отсутствия рейтингов и финансовой отчетности по международным стандартам. В 2007 году только 58 крупных российских предприятий

² По данным Бюллетеня банковской статистики Центрального Банка России №2 (177) (www.cbr.ru).

³ По данным Центрального Банка России (www.cbr.ru), информационного агентства «Cbonds.ru» (www.cbonds.ru) и Группы компаний «Регион» (www.region.ru).

привлекли финансирование с помощью еврооблигаций на общую сумму 1283,7 млрд. рублей, в то время как на внутреннем рынке количество эмитентов составило 370 предприятий, которые выпустили облигации на сумму 813,6 млрд. рублей⁴. Это говорит о том, что в последнее время российские эмитенты, имея ограниченные возможности выхода на международный рынок капитала, активно привлекают средства преимущественно на внутреннем долговом рынке посредством выпуска рублевых облигаций.

Анализ структурных изменений на российском рынке корпоративных облигаций (табл. 2) в период 2003 – 2007 гг. свидетельствует о значительном росте количества средних и крупных займов (с 38 выпусков в 2003 году до 337 в 2007 году), увеличении сроков заимствования (с 2,5 лет по мелким займам и 3,7 лет по крупным эмиссиям в 2003 году до 3,1 и 4,4 года соответственно в 2007 году), а также постепенном снижении уровня доходности по выпускаемым облигациям (с 14,5% до 12,5% по мелким займам и с 9,8% до 9,1% по крупным размещениям). Эти изменения создают благоприятные условия для выхода российских предприятий на рынок долгового финансирования и свидетельствуют о растущей роли облигаций как одного из наиболее востребованного и эффективного источника финансирования предпринимательской деятельности.

Таблица 2 Структура рынка корпоративных облигаций (не включая кредитные организации) в 2003 – 2007 гг., группировка по величине займа²

Размер займа	По состоянию на конец 2003г.			По состоянию на конец 2007г.		
	Число выпусков	Средняя доходность к погашению, % годовых	Средний срок обращения, лет	Число выпусков	Средняя доходность к погашению, % годовых	Средний срок обращения, лет
Мелкий (до 1 млрд. руб.)	75	14,5	2,5	115	12,5	3,1
Средний (1 – 3 млрд. руб.)	26	12,0	3,1	235	11,2	3,6
Крупный (3 млрд. руб. и более)	12	9,8	3,7	102	9,1	4,4

² По данным Информационного агентства «Cbonds.ru» (www.cbonds.ru)

Ретроспективный анализ особенностей структурирования облигаций российскими эмитентами показал, что если в первые периоды развития рынка корпоративных облигаций средние предприятия, выходя на рынок следом за крупными, копировали их структуры займов, в основном ориентируясь на интересы инвесторов (в частности, устанавливая доходность в соответствии с изменениями валютного курса, не имея экспортной выручки,

⁴ По данным Информационного агентства «Cbonds.ru» (www.cbonds.ru).

или привязывая доходность облигаций к показателям рынка государственных бумаг), как это происходит на ранних стадиях становления рынка облигаций в странах с формирующимся рынком ценных бумаг, то в последующие периоды проявилась тенденция к большему учету интересов самих эмитентов. Изменились подходы эмитентов к конструированию параметров займа, предусматривающие создание такой структуры долгового инструмента, при которой, с одной стороны, формируемые им денежные потоки соответствуют основным интересам эмитента, а с другой – способствуют повышению инвестиционной привлекательности ценной бумаги за счет наилучшего возможного соотношения риска, доходности и ликвидности. Это послужило дополнительным стимулом для активного развития российского рынка долговых инструментов и повысило конкурентоспособность облигаций в качестве альтернативного источника финансирования для промышленных предприятий.

В то же время сложившаяся модель российского финансового рынка, структура собственности, специфика эмитентов, инвестиционные предпочтения инвесторов, а также особенности законодательства накладывают ограничения на использование всего спектра долговых инструментов, существующих на более развитых рынках.

Несмотря на то, что российский рынок корпоративных облигаций демонстрирует высокие темпы развития, его возможности, по мнению автора, реализованы далеко не полностью. Основными положениями в части прогноза развития рынка корпоративных облигаций являются:

- предположение дальнейшего роста количества выпусков при некотором снижении темпов роста долговой массы, а также расширение числа отраслей, представители которых являются эмитентами и, соответственно, формирование отраслевой специфики при конструировании основных параметров долговых ценных бумаг;
- расширение рынка и появление инновационных продуктов, поскольку в настоящее время остается множество возможностей структурирования облигационных займов, неиспользованных эмитентами, несмотря на достаточно большое число различных структур облигаций, обращающихся на российском фондовом рынке.
- усиление тенденции повышения роли интересов эмитентов при конструировании облигаций посредством учета индивидуальных потребностей каждого заемщика, что, в свою очередь, будет способствовать преимущественно целевому размещению ценных бумаг, то есть ориентации выпусков на целевые группы инвесторов.

Вторая группа проблем связана с повышением эффективности использования долговых инструментов в финансировании предприятий и разработкой методики конструирования основных параметров облигаций российских эмитентов.

Предприятию, которое впервые выходит на рынок корпоративных облигаций, помимо соблюдения требований, установленных российским законодательством, необходимо тщательно проанализировать сложившуюся ситуацию на рынке с целью справедливого позиционирования своих долговых обязательств. Учитывая противоречивый характер интересов заемщика и инвесторов, эмитенту необходимо в процессе конструирования облигационного займа обеспечить баланс этих интересов. Для этого параметры размещаемых облигаций, с одной стороны, должны соответствовать финансовому состоянию и потребностям эмитента в капитале, а с другой – должны быть привлекательными для инвесторов.

Учитывая статистику размещений корпоративных облигаций российских эмитентов, сложившиеся предпочтения инвесторов, общую динамику развития рынка, а также специфику основных параметров облигационного займа (объем, срок и стоимость заимствования), нами были разработаны критерии эффективности использования долговых ценных бумаг, представленные на рисунке 1, а также предложена методика конструирования основных параметров облигаций, которая позволяет предприятию привлекать финансовые ресурсы на долговом рынке на наиболее выгодных условиях.

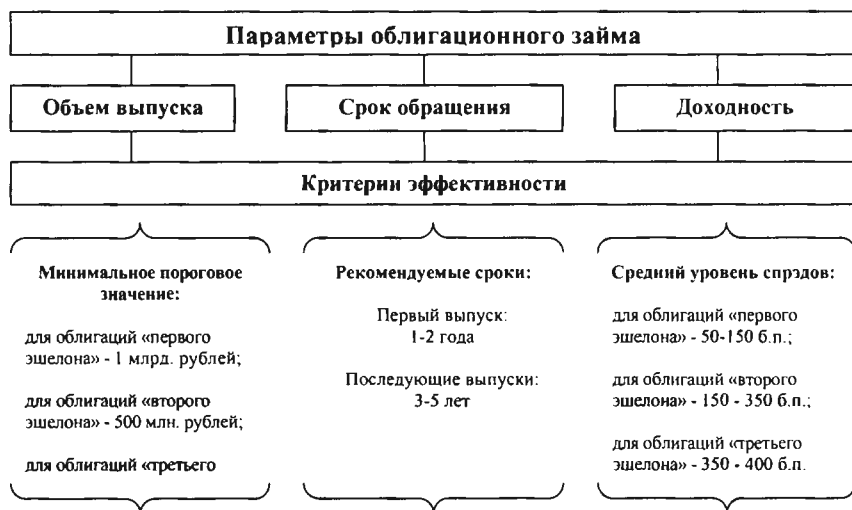


Рис.1. Критерии эффективности использования промышленным предприятием долговых ценных бумаг

Объем выпуска, по нашему мнению, должен соответствовать показателям деятельности эмитента и не вызывать у инвесторов опасения возможного дефолта в связи с его слишком большим объемом. В то же время недостаточный объем выпуска может вызвать

опасения инвестора, что инструмент останется неликвидным, что потребует от эмитента повышения доходности в качестве платы за неликвидность.

Если выпуск облигаций предусматривает наличие оферты по досрочному выкупу эмитентом облигационного займа, то мы считаем, что выручка эмитента за период до первой оферты должна превосходить объем выпуска по номиналу, то есть быть достаточной для осуществления полного выкупа облигаций, в случае если все держатели облигаций решат воспользоваться офертой. При этом чем короче срок до погашения, тем больше должен быть коэффициент отношения выручки за период обращения к объему выпуска по номиналу. Так, для облигаций сроком обращения 1 – 2 года этот коэффициент, на наш взгляд, должен быть не менее 3 – 4, а для выпусков на срок 3 года может составлять 2 – 3.

В настоящее время займы с объемом менее 1 млрд. рублей считаются ограниченно ликвидными и имеют существенно более узкую базу инвесторов. Поэтому, на наш взгляд, выход на рынок рублевых облигаций целесообразен для предприятий с объемом продаж не менее 3 - 5 млрд. рублей в год. Однако необходимо отметить, что в современных условиях на ликвидность и рентабельность выпуска также влияет и кредитное качество заемщика. В зависимости от степени надежности эмитента минимальное пороговое значение по объему эмиссии, обеспечивающее ликвидность выпускаемых долговых ценных бумаг, для облигаций первого «эшелона» является 1 млрд. рублей, для второго – 500 млн. рублей, а для третьего – 300 млн. рублей.

Оптимальный объем займа определяется для каждого эмитента в зависимости от его финансового положения, целей заимствования и отраслевой специфики. Облигационные займы объемом менее 300 млн. рублей, в связи с объективным отсутствием возможности формирования ликвидного вторичного рынка, целесообразно размещать среди целевой группы инвесторов, что позволит повысить его инвестиционную привлекательность за счет более точного учета интересов целевой группы приобретателей облигаций при конструировании основных параметров займа, а также снизить относительную стоимость привлечения финансирования для эмитента, поскольку в этом случае у предприятия нет необходимости нести затраты на оплату услуг финансового консультанта.

При определении *сроков обращения* предприятию следует учитывать, что первый выпуск облигаций наиболее трудный и зачастую имеет своей целью не столько привлечение средств по низким ставкам, сколько формирование рынка ценных бумаг эмитента и создание публичной кредитной истории. Для широкого круга потенциальных инвесторов определяющим обстоятельством в выборе облигаций является факт своевременного погашения эмитентом своих первых выпусков облигаций. При общей тенденции к снижению рыночных рублевых ставок, последующие займы будут обходиться эмитенту

дешевле.

Учитывая эти факторы, представляется целесообразным выходить предприятию на рынок сначала с краткосрочными (1 – 2 года) займами и только после их успешной реализации приступать к осуществлению более масштабных и долгосрочных проектов (более 3-х лет). Установление переменного срока обращения для долгосрочных выпусков, то есть применение встроенной опции на досрочный выкуп/погашение, улучшает инвестиционные характеристики долговой ценной бумаги за счет того, что эмитент или инвестор может погасить/продать облигации при изменении условий на рынке и использовать альтернативные варианты вложения/привлечения средств.

На формирование *параметра платности* (стоимости заимствования), прежде всего, влияет кредитное качество предприятия-эмитента, его отраслевая принадлежность, а также финансовое состояние заемщика. Проведенный анализ 100 выпусков обращающихся корпоративных облигаций российских эмитентов, суммарный объем которых по состоянию на конец первого полугодия 2007 года составил около 30% от общего объема размещенных рублевых корпоративных облигаций, свидетельствует о том, что наименьшие уровни доходности наблюдаются по облигациям компаний нефтегазовой отрасли, а также по облигациям энергетических и транспортных компаний. Это говорит о том, что наиболее низкая стоимость финансирования на рынке рублевых облигаций присуща предприятиям, формирующим базовые отрасли, являющиеся во многом инфраструктурными и создающими предпосылки для развития других отраслей.

Учитывая зависимость величины спреда от финансового состояния заемщика, по каждому «эшелону» из группы анализируемых эмитентов в ходе исследования были выявлены определенные диапазоны значений финансовых показателей, представленные в таблице 3.

Оценка эмитентов проводилась по различным показателям деятельности и финансового состояния предприятия, включая объем выручки и размер активов, структуру капитала и уровень долговой нагрузки, рентабельность и ликвидность, а также динамику развития эмитента. Использование данных из таблицы 3 при сопоставлении спредов обращающихся выпусков рублевых облигаций с финансовыми показателями эмитентов, позволяет выявить на вторичном рынке недооцененные и переоцененные выпуски, а на первичном рынке дает возможность заемщику определить приблизительный уровень доходности, на который ему имеет смысл ориентироваться при первичном размещении облигационного займа. Уровень доходности по выпускаемым долговым ценным бумагам должен быть не ниже, чем у предприятий соответствующей отрасли и «эшелона».

Таблица 3 Диапазоны значений финансовых показателей, соответствующих каждому «Эшелону»

«Эшелон»	Спрэд, б.п.	Финансовые показатели	
«Первый эшелон»	50 – 150	Выручка, млрд. руб.	От 10
		Активы, млрд. руб.	От 10
		Операционная рентабельность, %	Не ниже 15
		Рентабельность по ЕВИТ, %	Не ниже 12
		Выручка/долг	Не ниже 2,5
		Долг/капитал	Не ниже 50
		Срочная ликвидность	Не ниже 0,7
«Второй эшелон»	150 – 350	Рост выручки, %	Не ниже 14
		Выручка, млрд. руб.	3 – 10
		Активы, млрд. руб.	3 – 10
		Операционная рентабельность, %	5 – 15
		Рентабельность по ЕВИТ, %	5 – 12
		Выручка/долг	1,5 – 2,5
		Долг/капитал	50 – 80
«Третий эшелон»	350 - 400	Срочная ликвидность	0,4 – 0,7
		Рост выручки, %	5 – 14
		Выручка, млрд. руб.	До 3
		Активы, млрд. руб.	До 3
		Операционная рентабельность, %	Менее 5
		Рентабельность по ЕВИТ, %	Менее 5
		Выручка/долг	Ниже 1,5
		Долг/капитал	Выше 80
		Срочная ликвидность	Менее 0,4
		Рост выручки, %	Менее 5

Таким образом, можно сделать вывод, что предприятию для обеспечения эффективности выпуска своих долговых ценных бумаг необходимо при определении основных параметров эмиссии руководствоваться интересами инвесторов и практикой, принятой на рынке, с одной стороны, и внутренними ограничениями эмитента, с другой. При этом важными факторами, влияющими на основные параметры долговых обязательств предприятия (объем, срок и стоимость финансирования), являются цели заимствования, отраслевая принадлежность эмитента, его кредитное качество и наличие публичной кредитной истории.

При подготовке к размещению долговых ценных бумаг предприятию необходимо провести предварительную оценку эффективности выпуска облигаций на основе анализа затрат эмитента по организации облигационного займа и его обслуживанию, а также эффекта, полученного от использования привлеченных в процессе займа средств. Эффект от использования привлеченных средств связан с доходами от проекта, который предполагается реализовать за счет средств облигационного займа.

Проведенная в нашем исследовании оценка эффективности использования долговых финансовых инструментов на примере промышленного предприятия ООО «МетУпак» показала, что появление облигаций в структуре источников финансирования предприятия на сумму 500 млн. рублей сначала разбавляет доходы на акцию (прибыль на акцию – EPS

снижается с 342 руб. до 279 руб., т.е. на 18,4%), но в последующем, когда прибыль от инвестиционного проекта, для финансирования которого осуществлялся выпуск облигаций, превышает расходы на оплату процентов и дополнительных затрат по размещению и обслуживанию займа, происходит увеличение прибыли на акцию (до 355 руб.), т.е. растет стоимость (капитализация) самого предприятия.

Необходимо отметить, что выбор времени для размещения нередко имеет решающее значение. Выбирая оптимальное время для выпуска облигационного займа, необходимо учитывать множество факторов, включая срочность потребности эмитента в финансовых ресурсах, наличие альтернативных источников финансирования, а также общую предрасположенность рынка к новым эмиссиям. Всегда существует вероятность того, что облигационный заем не будет успешным, поскольку сам факт эмиссии облигаций еще не гарантирует их размещения на разработанных эмитентом условиях. Поэтому для успешного размещения облигаций предприятию необходимо провести маркетинговую кампанию облигационного займа на рынке (подготовка пресс-релизов, проведение Интернет-конференций, road-show), которая позволит проинформировать инвесторов о готовящемся займе и создать публичное имя эмитенту.

Необходимым условием успешного размещения облигационного займа также является развитие вторичного рынка облигаций эмитента, поскольку ликвидность для инвесторов является одной из наиболее привлекательных характеристик ценных бумаг. Для поддержания вторичного рынка предприятию необходимо сотрудничать с маркет-мэйкерами, выставляющими двусторонние котировки на покупку-продажу обращающихся на фондовом рынке долговых ценных бумаг и осуществляющими операции с ними, а также регулярно проводить мероприятия по повышению интереса инвесторов к своим облигациям посредством обеспечения открытости предприятия и формирования положительного информационного поля.

Третья группа проблем связана с расширением возможностей российских предприятий по освоению долгового рынка, с изучением влияния использования долговых инструментов на цену совокупного капитала и рыночную стоимость предприятия, а также с поиском путей оптимизации структуры капитала с помощью долговых финансовых инструментов.

В связи с тем, что для большинства мелких и средних предприятий, не имеющих с точки зрения юридических ограничений и финансового состояния возможности осуществлять выпуск облигаций, нами была разработана схема поэтапного освоения рынка долговых инструментов, представленная в таблице 4. Предложенная схема позволяет, в зависимости от того, на какой стадии развития находится промышленное предприятие,

определить доступные источники долгового финансирования и установить с учетом финансового состояния заемщика такие параметры долгового инструмента, которые способствуют привлечению значительных финансовых ресурсов на наиболее выгодных условиях.

Таблица 4 Схема поэтапного освоения рынка долговых инструментов

Этапы	Стадии развития предприятия	Доступные источники долгового финансирования	Возможный срок займа	Максимальный объем займа	Стоимость финансирования
I	Начальная стадия (годовая выручка – до 500млн.руб.)	Кредиты	до 1 года	до 50млн. руб.	14 – 20%
II	Стадия активного расширения (годовая выручка – от 500млн. до 1,5млрд. руб.)	Кредиты	до 1 года	30 – 100млн. руб.	12 – 18%
		Векселя	до 6 мес.	50 – 200млн. руб.	14 – 18%
III	Стадия стабильного роста (годовая выручка – от 1,5млрд. до 5млрд. руб.)	Кредиты	до 2 лет	100 – 500млн. руб.	11 – 14%
		Векселя	до 1 года	200 – 500млн. руб.	10 – 14%
		Облигации	3 – 4 года	500млн. руб. – 1,5млрд. руб.	10 – 14%
IV	Стадия зрелости (годовая выручка – свыше 5млрд. руб.)	Кредиты	до 5 лет	> 500 млн. руб.	8 – 12%
		Векселя	до 1 года	> 500 млн. руб.	7 – 11%
		Облигации	3 – 5 лет	> 1,5 млрд. руб.	7 – 11%
		Кредитные ноты	1 – 3 года	> 50 млн. долл.	7 – 10%
		Еврооблигации	3 – 7 лет	> 100 млн. долл.	7 – 10%

Схема предусматривает прохождение 4 основных этапов, каждому из которых соответствует определенная стадия развития предприятия: начальная стадия, стадия активного расширения, стадия стабильного роста и стадия зрелости. Для установления стадии развития того или иного предприятия нами была разработана специальная матрица (табл. 5), в основу которой положен метод экспертных оценок.

Таблица 5 Матрица определения стадии развития предприятия

Показатель деятельности	Стадии развития предприятия			
	Начальная	Активного расширения	Стабильного роста	Зрелости
1. Объем выручки, млн. руб. в год	менее 500	500 - 1500	1500-5000	более 5000
2. Наличие кредитного рейтинга*	не обязательно	не обязательно	не ниже ruBBB от S&P, Baa3(rus) от Moody's или B++ от Эксперт РА	не ниже ruA от S&P's, A3(rus) от Moody's или A от Эксперт РА
3. Срок деятельности предприятия	менее 5 лет	5 – 10 лет	10 – 20 лет	более 15 лет
4. Доля собственного капитала	более 60%	50 – 70%	40 – 60%	30 – 50%

5. Выручка/заемные средства	менее 1,5	1,5 – 2	2 – 3	более 2
6. Рентабельность продаж	более 10%	10 – 15%	15 – 20%	более 12%

* Рейтинги ruBBB по шкале S&P, Baa3(rus) по шкале Moody's и B++ по шкале Эксперт РА отражают достаточный уровень кредитоспособности заемщика и указывает на то, что заемщик способен своевременно и полностью выполнять свои финансовые обязательства в благоприятных условиях. Рейтинги ruA, A3(rus) и A говорят о высокой кредитоспособности заемщика относительно других российских заемщиков и указывают на то, что показатели производственно-коммерческой деятельности, финансовой устойчивости и платежеспособности, а также уровень корпоративного управления предприятия адекватны уровню, необходимому для полного и своевременного выполнения обязательств.

Представленные в матрице экспертные показатели, включая размер годовой выручки, наличие кредитного рейтинга, срок деятельности предприятия, коэффициент отношения выручки к общему объему долга, рентабельность продаж и структура капитала (уровень собственного капитала), ранжированы по степени значимости для целей установления стадии экономического развития предприятия. Согласно данной матрице, объем годовой выручки является наиболее важным критерием отнесения предприятия к той или иной стадии экономического развития. Наибольшее соответствие экспертных и текущих показателей финансово-хозяйственной деятельности конкретного промышленного предприятия позволяет наиболее точно установить стадию его экономического развития.

После установления стадии развития предприятия предлагаемая схема позволяет определить основные этапы стратегии финансирования на рынке долгового капитала.

1 этап. Начальная стадия. Привлечение кредитов и займов.

На начальном этапе своего развития большинство мелких и средних российских предприятий для финансирования оборотного капитала и первых инвестиционных проектов, как правило, использует банковские кредиты, выдаваемые на срок до 1 года. Однако привлечение таких краткосрочных кредитов позволяет предприятиям в основном погашать только лишь текущие обязательства, главным образом кредиторскую задолженность перед поставщиками и подрядчиками. Данный источник долгового финансирования помогает предприятию в основном сбалансировать текущие активы и текущие обязательства, но не позволяет активно развиваться и расширять свою производственную и инвестиционную деятельность. Недостатками данной формы финансирования для заемщика является зависимость от одного кредитора, необходимость проводить все расчеты с покупателями по счетам в банке-кредиторе и довольно высокая процентная ставка кредитования (12% - 18% годовых). Однако по мере развития предприятия и расширения его инвестиционной программы возникает необходимость выхода на публичный рынок долговых инструментов, то есть рынок векселей и облигаций.

II этап. Стадия активного расширения. Выпуск векселей и реализация вексельных программ.

На втором этапе предприятие выпускает векселя либо размещает вексельные программы. При этом предприятию необходимо учитывать, что затраты по привлечению средств могут быть сопоставимы с процентами по кредиту, который можно было бы получить на такой же срок и в таком же размере. Однако благодаря вексельной программе предприятие диверсифицирует свои финансовые источники и уже не зависит от одного кредитора, как при получении банковского кредита. Векселя по-прежнему остаются единственно возможным инструментом публичного заимствования для предприятий с небольшим объемом бизнеса (с годовой выручкой до 1,0-1,5 млрд. рублей), но имеющим хорошие перспективы дальнейшего роста и развития. В рамках предложенной схемы освоения долгового рынка выпуск векселей выступает в качестве первого шага на пути к облигационному займу.

III Этап. Стадия стабильного роста. Эмиссия облигаций

По мере развития предприятия, роста объема продаж и увеличения доли на рынке появляется необходимость в расширении производственных мощностей предприятия и реализации крупных инвестиционных проектов, которые требуют больших и долгосрочных финансовых вложений. Для активно развивающегося российского предприятия выпуск облигаций представляет собой следующую эволюционную ступень в процессе привлечения долгового финансирования и является мощным стратегическим шагом на рынке капитала.

Согласно представленной схеме, на третьем этапе предприятию рекомендуется осуществить эмиссию дебютного («пилотного») облигационного займа с небольшим объемом выпуска (300 – 500 млн. рублей) на короткий срок (2-3 года) с полугодовой или годовой офертой. Своевременное обслуживание купонных выплат, исполнение обязательств по оферте и проведение политики информационной прозрачности по отношению к инвесторам позволит предприятию сформировать положительную публичную кредитную историю, приобрести достаточную известность на финансовом рынке, расширить круг инвесторов и в дальнейшем привлекать заемные средства на более выгодных условиях.

После удачного размещения, обслуживания и погашения дебютного облигационного займа, предприятие, зарекомендовав себя на рынке в качестве надежного заемщика, может в дальнейшем рассчитывать на снижение стоимости заимствования на 1-2% по сравнению с пробным выпуском и будет иметь возможность выпустить крупный облигационный заем на сумму более 500 млн. рублей на длительный срок (более 3-х лет).

IV этап. Стадия зрелости. Выход на внешний долговой рынок (выпуск еврооблигаций, CLN).

На заключительном IV этапе освоения долгового рынка предприятие достигает такого уровня развития, когда оно имеет возможность выхода на международный рынок капитала, позволяющий привлекать заемные средства посредством таких долговых инструментов, как кредитные ноты и еврооблигации. Данный этап отражает стадию зрелости предприятия, когда объем годовой выручки, как правило, превышает 5 млрд. рублей, и когда финансовое состояние эмитента и выпускаемых им долговых ценных бумаг имеет рейтинговую оценку от ведущих рейтинговых агентств.

Согласно предложенной схеме кредитные ноты среди доступных источников долгового финансирования занимают промежуточное место между российскими облигациями и еврооблигациями. Эмиссия кредитных нот знаменует собой начало рыночной кредитной истории предприятия за пределами России и, несмотря на определенные недостатки данного долгового инструмента (невысокое кредитное качество и низкую ликвидность), заемщик получает возможность заявить о себе на международном рынке капитала и создать благоприятные условия для выхода на рынок еврооблигаций.

Таким образом, использование предложенной схемы позволяет российским предприятиям различных отраслей промышленности расширить свои возможности на финансовом рынке и диверсифицировать источники финансирования посредством использования различных долговых инструментов, начиная от использования мелких банковских кредитов на короткие сроки до выпуска крупных и долгосрочных займов с помощью корпоративных облигаций, кредитных нот и еврооблигаций. Кроме того, представленные в схеме основные параметры инструментов долгового финансирования позволяют установить наиболее оптимальные условия заимствования с точки зрения срока, объема и доходности, которые способствуют успешному размещению долговых ценных бумаг среди широкого круга инвесторов.

В целях подтверждения возможности практического применения предложенной схемы прохождение основных этапов освоения долгового рынка было рассмотрено на примере автомобилестроительного холдинга «Группа ГАЗ». На основе моделирования финансовых потоков данного предприятия было определено, каким образом использование долговых инструментов влияет на цену совокупного капитала и рыночную стоимость предприятия.

Результаты проведенных расчетов показали, что эмиссия облигаций позволила предприятию снизить совокупную стоимость капитала на 0,66%. Учитывая то, что значительная часть эмиссии была направлена на рефинансирование задолженности по банковским кредитам, предприятию удалось улучшить временную структуру заемного капитала посредством увеличения доли долгосрочных источников до 89%. Кроме того, это

способствовало высвобождению имущества из под залогов по банковским кредитам и послужило началом формирования публичной кредитной истории предприятия.

Моделирование финансовых потоков «Группы ГАЗ» на 2007-2011 гг. показало, что при соблюдении оптимальной структуры капитала рыночная стоимость предприятия за 5 лет может быть увеличена на 71,7% или на 37,03 млрд. рублей в абсолютном выражении.

Таким образом, проведенные расчеты и моделирование финансовых потоков свидетельствуют о том, что присутствие в структуре капитала того или иного долгового инструмента, доступного для промышленного предприятия в зависимости от стадии его развития, позволяет снизить средневзвешенную стоимость капитала, улучшить временную структуру заемных источников финансирования и повысить рыночную капитализацию предприятия.

Учитывая то, что в настоящее время не в достаточной степени разработаны методические подходы к управлению капиталом предприятия и оптимизации его структуры при использовании различных источников долгового финансирования, нами была предложена методика оптимизации структуры капитала промышленных предприятий при привлечении финансирования с помощью долговых инструментов. Данная методика предполагает прохождение 3 основных этапов.

На первом этапе методики проводится анализ потребности предприятия в источниках долгового финансирования. В зависимости от целей, сроков и объемов предполагаемого финансирования формируется множество возможных источников финансового обеспечения (кредиты, векселя, облигации или еврооблигации). С помощью предложенной Схемы поэтапного освоения долгового рынка из множества возможных источников финансирования выделяются целесообразные долговые инструменты с точки зрения их доступности для предприятия. Таким образом, по мере сужения множества возможных источников долгового финансирования до множества доступных источников, получается оптимальное решение, которое наиболее точно отвечает потребностям предприятия в финансировании и соответствует его возможностям, характерным для той стадии экономического развития, на которой оно находится.

Второй этап предусматривает расчет средневзвешенной стоимости капитала предприятия при использовании доступных долговых инструментов, определенных на предыдущем этапе. Полученный расчет позволяет установить, насколько эффективно предприятие использовало свои возможности по оптимизации структуры источников финансирования. В рамках предложенной методики основным критерием оптимизации рассматривается минимизация средневзвешенной стоимости капитала, которая

рассчитывается для различных соотношений собственных и заемных средств анализируемого предприятия.

Реализация *третьего этапа* методики основывается на сопоставлении фактической средневзвешенной стоимости капитала при использовании того или иного долгового инструмента с минимальным значением WACC, при котором структура капитала предприятия является оптимальной. На основе данного сопоставления дается количественная оценка эффекта оптимизации, позволяющая определить какой объем собственных или заемных средств предприятию необходимо сократить или увеличить, чтобы снизить общую стоимость капитала до минимально возможного уровня. При этом отличительной особенностью данной методики является то, что она учитывает стадию развития предприятия и на основе этого позволяет определить те долговые инструменты, с помощью которых предприятию целесообразно проводить оптимизацию структуры капитала.

Предложенная методика оптимизации структуры капитала была апробирована на следующих промышленных предприятиях: ООО «Комбинат оборудования» (производство торгового, холодильного и профессионального кухонного оборудования), ОАО «Автодеталь-Сервис» (производство запасных частей для автомобилей), ЗАО «Строительное объединение «М-Индустрия» (строительство жилых домов и производство строительных материалов), ОАО «Научно-производственная Корпорация «Иркут» (производство военной авиатехники).

Полученные результаты выявили возможности по снижению средневзвешенной стоимости источников финансирования на анализируемых предприятиях. Экономический эффект от применения методики представлен в таблице 6.

Таблица 6 Оценка эффекта оптимизации структуры капитала промышленных предприятий при использовании долговых инструментов

Предприятие	Стадия развития	Потенциал снижения WACC	Рекомендации по изменению объема долгового финансирования
«Комбинат оборудования»	Начальная	на 0,04% годовых (с 11,87% до 11,83%)	Увеличить на 12,4% (20,09 млн. рублей) посредством банковского кредитования
«Автодеталь-Сервис»	Активного расширения	на 0,08% годовых (с 11,49% до 11,41%)	Увеличить на 8,4% (46,04 млн. руб.) с помощью банковского кредита или векселей
«М-Индустрия»	Стабильного роста	на 0,17% годовых (с 10,56% до 10,39%)	Увеличить на 6,52% (123,39 млн. руб.) с помощью банковского кредита или выпуска векселей
«Иркут»	Зрелости	на 0,54% годовых (с 8,36% до 7,2%)	Уменьшить на 2,21% (34,84 млн. долларов) посредством погашения части банковских кредитов за счет средств от проведенной эмиссии еврооблигаций

Данные таблицы 6 дают количественную оценку потенциала снижения средневзвешенной стоимости капитала по каждому предприятию и содержат соответствующие рекомендации по изменению объема долговых обязательств (в абсолютном и относительном выражении) в структуре источников финансирования.

Предложенная в диссертационном исследовании методика оптимизации структуры капитала рассчитана на широкий круг российских промышленных предприятий различных отраслей экономики, находящихся на различных этапах жизненного цикла, обладающих различным уровнем финансовой устойчивости и платежеспособности, имеющим разную кредитную историю и кредитный рейтинг. Данная методика позволяет оценить потенциал снижения общей стоимости капитала при сложившемся соотношении собственных и заемных средств, а также определить целевую структуру источников финансирования, при которой планируемое привлечение средств с помощью долговых инструментов обеспечит минимально возможную стоимость капитала.

Многие российские промышленные предприятия оценили преимущества привлечения средств путем размещения долговых ценных бумаг на открытом рынке и начали активную работу в этом направлении. Российскому финансовому рынку еще предстоит этап длительного и интенсивного развития, особое место на котором по праву занимают долговые инструменты, выполняющие важную задачу альтернативного источника финансирования реального сектора экономики.

По теме диссертации опубликованы следующие научные работы:

1. Шевченко Т.В. Использование долговых ценных бумаг в финансировании промышленных предприятий. // Бюллетень финансовой информации. – 2005. - №2-3. – с.22-28. – 0,98 п.л.
2. Шевченко Т.В. Выход компаний различных отраслей экономики на рынок корпоративного долга. // Инвестиционный банкинг. – 2006. - №5. – с.69-76. – 0,45 п.л.;
3. Шевченко Т.В. Ценообразование корпоративных облигаций. // Финансы*. – 2007. - №1. – с.89-90. – 0,25 п.л.;
4. Шевченко Т.В. Проблемы освоения российскими предприятиями рынка долговых инструментов // Сборник статей IV Всероссийской научно-практической конференции «Пути формирования эффективной социально-экономической модели трансформирующейся России». – Пенза: Приволжский дом знаний. – Январь 2008. – с.70-72. – 0,11 п.л.
5. Шевченко Т.В. Проблемы оптимизации структуры капитала промышленных предприятий при использовании долговых инструментов // Сборник статей VI

Всероссийской научно-практической конференции «Факторы устойчивого развития экономики России на современном этапе (федеральный и региональный аспекты)». – Пенза: Приволжский дом знаний. – Февраль 2008. – с.61-63. – 0,12 п.л.

6. Шевченко Т.В. Привлечение заемных средств российскими компаниями с помощью долговых инструментов. // Российский экономический Интернет-журнал*. – 2008. – www.e-rej.ru – 0,42 п.л.

* Издание входит в перечень ведущих рецензируемых журналов, указанных ВАК для публикации результатов научных исследований.

Для заметок

Заказ № 145/04/08 Подписано в печать 17.04.2008 Тираж 100 экз. Усл. п.л. 1,5



ООО "Цифровичок", тел. (495) 797-75-76; (495) 778-22-20
www.cfr.ru ; e-mail: info@cfr.ru

10~